

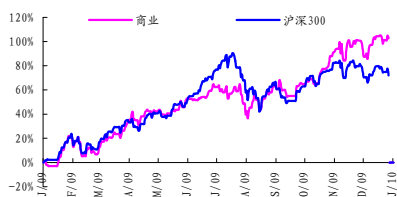
零售业

2010 年 1 月 18 日

重要资料	2010 年 1 月 18 日
总股本 (万股)	12,000
流通股 (万股)	3,000
募集资金总额	99,000
行业 PE (X)	31
定价区间 PE(X)	35-45
第一大股东	汕头市潮鸿基投资公司
公司网址	www.chjchina.com

财务数据	2006	2007	2008
营业收入 (亿)	2.37	3.42	4.49
增长率%	-	43.99	31.33
净利润 (亿)	0.22	0.47	0.52
增长率%	-	113.59	9.81
毛利率%	20.68	28.97	35.46
净利率%	9.23	13.69	11.62
ROE	23.77	21.77	19.66
ROA	11.01	17.56	16.54
资产负债率	55.23	37.65	35.04

行业一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
零售行业	15.6%	28.6%	116.9%
沪深 300	3.2%	3.6%	75.9%

吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvli@csc.com.cn

分析师申明:

本人, 吕丽华, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

优秀的 K 金珠宝首饰运营商

—潮宏基(002345) 新股定价报告

发行价: 33 元/股

定价区间: 36.4 ~ 46.8 元/股

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	44,859.21	54,863.60	67,305.38	82,830.89
净利润 (百万元)	5,134.06	8,814.34	12,460.10	13,824.75
每股收益 (元)	0.43	0.73	1.04	1.15
净利润增长率%	9.81	71.68	41.36	10.95

资料来源: 世纪证券研究所

- **公司在国内 K 金珠宝首饰领域处于领先地位。**公司从事高档时尚珠宝首饰产品的设计、研发、生产及销售, 主要产品为 K 金珠宝首饰, 核心业务是对“潮宏基”和“VENTI”两个珠宝品牌的连锁经营管理。公司“品牌经营+产品设计+连锁销售”这一稳定的盈利模式及公司盈利能力逐步增强, 2006~2008 年, 公司营业收入和净利润复合增长率分别为 37.51%、54.31%。
- **我国珠宝首饰消费已经进入高速发展阶段。**根据中宝协统计, 2008 年度我国珠宝玉石首饰销售总额已突破 1,800 亿元, 是仅次于美国和日本的世界第三大珠宝市场; 未来几年, 我国的珠宝首饰市场将继续保持每年 15% 以上的增长, 主要拉动因素在于我国居民消费能力的提高导致的消费结构升级、城市化进程加快加大了对珠宝首饰等高档消费的需求、女性消费者购买力迅速提高, 以及婚庆的急剧上升等。
- **募投项目提升公司盈利能力。**(1) 销售网络建设项目: 2 年内完成 100 家自营店建设以及 1 个终端管理培训中心, 该项目完成后, 将强化了“潮宏基”品牌营销网络体系, 提升了公司在中国珠宝首饰市场的综合竞争力; (2) 珠宝生产加工 (含设计研发) 建设项目: 新建生产 K 金珠宝首饰为主的珠宝首饰产品的生产厂房以及品牌设计研发中心, 该项目完成后, 将提高公司生产能力和设计多样化的品牌产品。
- **盈利预测。**预测 2009~2011 年, 公司实现营业收入分别为 5.49 亿元、6.73 亿元、8.28 亿元, 同比分别增长 22.31%、22.68%、23.07%; 实现净利润分别为 8,814.34 万元、12,460.1 万元、13,824.75 万元, 同比分别增长 71.68%、41.36%、10.95%; 实现每股收益 (全面摊薄) 分别为 0.73 元、1.04 元、1.15 元。
- **估值分析。**公司主营 K 金珠宝首饰的生产及连锁经营, 其商业模式和盈利模式独特, 目前国内 A 股最具可比的上市公司为老凤祥, 当前股价下的 2010 年 PE 为 31 倍。结合公司更加突出的竞争优势, 我们认为给予公司 2010 年 35~45 倍的估值区间较为合理, 上市后的合理价格区间为 36.4~46.8 元。
- **风险提示。**市场竞争、存货余款较大、税收负担加大等风险。

公司概况

公司于 2006 年 6 月 26 日由广东潮鸿基实业有限公司整体变更设立，并与 2007 年 8 月 15 日更名为现公司。

主业简介

公司从事高档时尚珠宝首饰产品的设计、研发、生产及销售，主要产品为 K 金珠宝首饰，核心业务是对“潮宏基”和“VENTI”两个珠宝品牌的连锁经营管理。截至 2009 年 6 月末已形成覆盖全国 27 个省（市、自治区）80 多个主要城市，拥有 279 家品牌专营店的销售网络。

公司实行产品差异化发展战略，经过多年的精耕细作，已发展成为珠宝首饰行业的领先企业之一，尤其在 K 金珠宝首饰领域处于行业领先地位。中宝协已出具证明，确认公司生产的 K 金珠宝首饰销售额一直处于行业领先地位，其中 2007 年度、2008 年度“潮宏基”品牌 K 金珠宝首饰零售额在同行业内排名前三名。

公司自有品牌“潮宏基”在市场上已享有较高的品牌知名度和美誉度。2009 年 6 月 16 日，世界品牌实验室和世界经理人集团联合发布了由世界品牌实验室（World Brand Lab）独家编制的《2009 年度中国 500 最具价值品牌》排行榜，公司的“潮宏基”品牌以价值 44.25 亿元位列珠宝首饰行业第二名，仅次于香港品牌周大福。

Figure 1 各入选《2009 年度中国 500 最具价值品牌》珠宝首饰品牌及其价值

500 强排名	品牌名称	品牌拥有机构	品牌价值（亿元）
50	周大福	周大福珠宝金行有限公司	138.43
187	潮宏基	广东潮宏基实业股份有限公司	44.25
209	老凤祥	上海老凤祥有限公司	40.29
266	老庙	上海老庙黄金有限公司	31.21
364	亚一	上海亚一金店有限公司	19.08
441	明牌	浙江日月集团	12.26

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

公司经过十多年的发展，已逐步形成了渠道、管理、品牌、原创设计和工艺技术等方面的竞争优势，并凭此确立了在珠宝首饰行业的领先地位，综合竞争能力不断提高，盈利能力逐步增强。2006～2008 年，公司营业收入和净利润复合增长率分别为 37.51%、54.31%。2008 年实现营业收入 4.49 亿元，净利润 5,211.91 万元；2009 年上半年实现营业收入 2.79 亿元，净利润 4,131.33 万元。

控股股东和实际控制人

公司控股股东为潮鸿基投资，成立于 2005 年 5 月 13 日，持有公司 4,227.384 万股股份，占发行前总股本的 46.97%，占发行后总股本的 35.23%。

公司实际控制人为自然人廖木枝先生，廖木枝及其女婿林军平分别持有控股股东潮鸿基投资 51.60% 和 6.80% 的股权，从而间接持有公司 24.24% 和 3.19% 的股份，合计 27.43%。廖木枝先生为公司创始人。

发行前后总股本变化

公司发行前总股本 9,000 万股，本次拟向社会公开发行 3,000 万股，发行后总股本 12,000 万股，其中社会公众股占总股本比例为 25%。

Figure 2 本次发行前后公司股本结构

发起人名称	发行前		发行后	
	持有股份（万股）	持股比例	持有股份（万股）	持股比例
汕头市潮鸿基投资有限公司	4,227.38	46.97	4,227.38	35.23
东冠集团有限公司	2,050.00	22.78	2,050.00	17.08
汇光国际有限公司	1,296.28	14.40	1,296.28	10.80
上海慧潮共进投资有限公司	600.00	6.67	600.00	5.00
国泰东方国际集团有限公司	390.00	4.33	390.00	3.25
河北华安生物药业有限公司	286.99	3.19	286.99	2.39
深圳市西那首饰品有限公司	89.35	0.99	89.35	0.74
广泰国际有限公司	60.00	0.67	60.00	0.50
社会公众股	-	-	-	25.00
合计	9,000.00	100.00%	12,000.00	100.00%

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

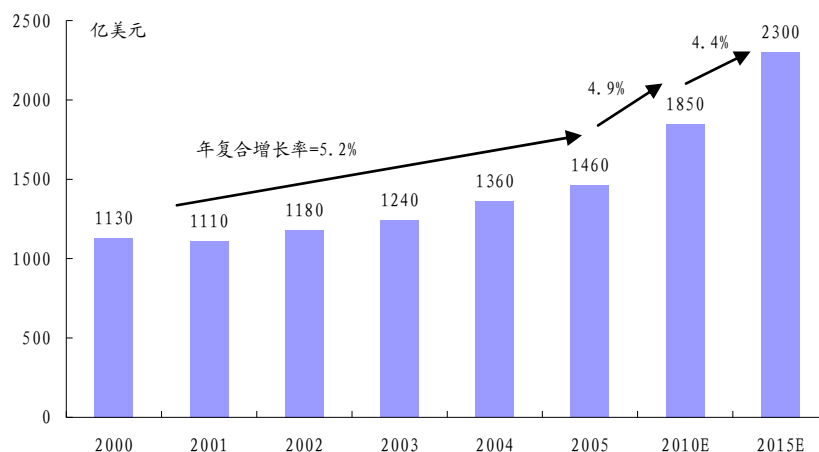
行业发展概况

国际珠宝首饰行业发展概况

近年来，全球珠宝首饰市场保持平稳增长，其中中国和印度是推动全球珠宝市场增长的主要力量。

毕马威会计师事务所数据显示，从销售额构成来看，2005 年整个珠宝首饰行业中，镶钻首饰占据了最大份额，达到 47.2%（约 690 亿美元）；从在整个珠宝首饰产业链各环节增值情况看，珠宝首饰零售环节增加值所占比重最大，总体达到 672 亿美元，占整个产业链的 46%。销售渠道仍然占据了整个产业链的主体部分，从美国经验看，渠道商是产业的领导者。

Figure 3 全球珠宝首饰行业的市场销售额以及未来预测情况



资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

在消费市场方面，美国是世界珠宝首饰第一大消费国，2006 年珠宝首饰销售额增长 7% 至 630 亿美元，但由于其市场规模较大，近年来的增长率略低于世界平均水平；而中国与印度的珠宝首饰市场发展迅速。目前，中国已经成为世界上最大的玉石和翡翠消费市场、世界第二大黄金消费国、世界第二大钻石加工基地。

纵观数百年来的世界珠宝发展史，精致与奢华的珠宝首饰已成为人类美好爱情和尊贵身份的象征。在现今国际珠宝首饰市场上，以卡地亚 (Cartier)、宝格丽 (Bulgari) 及蒂梵尼 (Tiffany) 三大顶尖珠宝品牌为代表，引领了行业发展潮流。它们凭着历史悠久的品牌、创新独特的设计、精致绝伦的工艺与品质，成为全球高端消费阶层梦寐以求的高档消费品。相关资料显示，过去三年，卡地亚 (Cartier)、宝格丽 (Bulgari) 及蒂梵尼 (Tiffany) 三大顶尖品牌企业均保持了稳健快速发展。

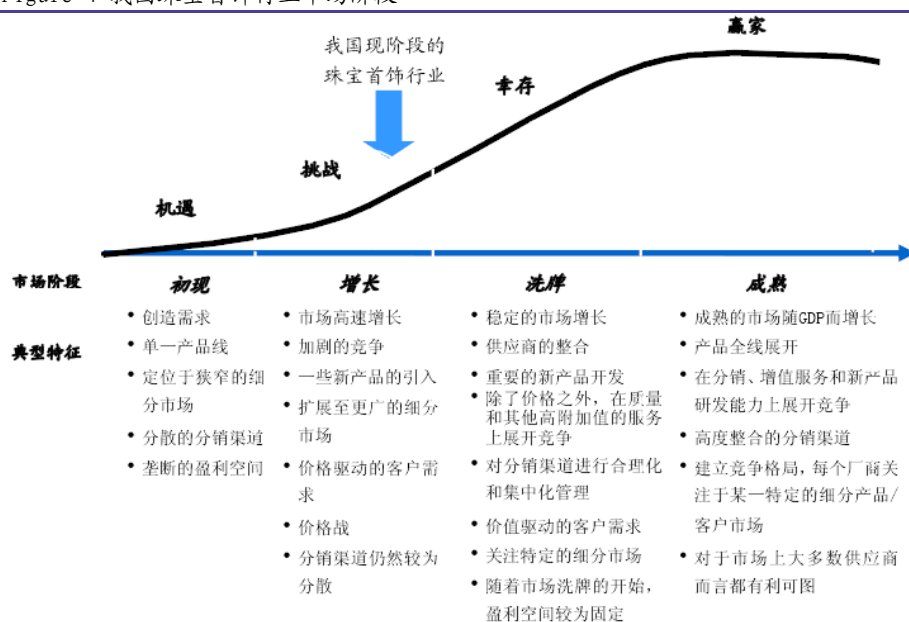
我国珠宝首饰行业发展概况

我国的珠宝首饰行业是朝阳行业。在中国经济持续快速增长和人均收入水平不断提高的背景下，人们在满足基本生活需要的基础上，逐渐增加了对高档消费品的消费，我国珠宝首饰消费已经进入高速发展阶段，成为继住房、汽车之后中国老百姓的第三大消费热点；珠宝首饰消费不仅仅是满足单纯的增值保值需要，更多的是满足其艺术和精神层面的需求，是追求时尚、彰显个性和身份地位的需要，新的消费需求将成为未来我国珠宝首饰消费市场新的增长点。

据国家统计局公布的数据，金银珠宝类零售总额（限额以上）增速从 2003 年开始进入高速增长阶段，近五年来复合增长率超过 20%，从最近公布的数据看，2008 年度金银珠宝类零售总额同比增长 38.60%。根据中宝协统计，2008 年度我国珠宝玉石首饰销售总额已突破 1,800 亿

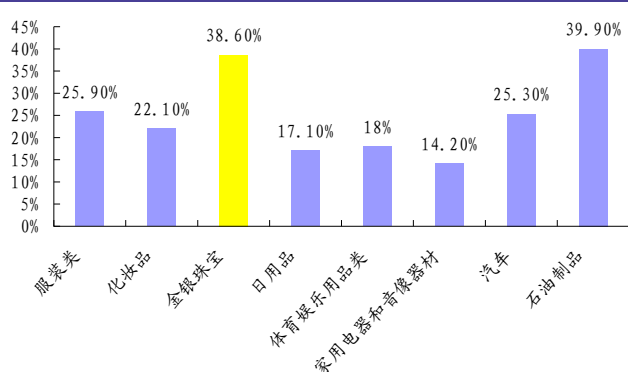
元，是仅次于美国和日本的世界第三大珠宝市场；未来几年，我国的珠宝首饰市场将继续保持每年 15% 以上的增长，主要拉动因素在于我国居民消费能力的提高导致的消费结构升级、城市化进程加快加大了对珠宝首饰等高档消费的需求、女性消费者购买力迅速提高，以及婚庆的急剧上升等。

Figure 4 我国珠宝首饰行业市场阶段



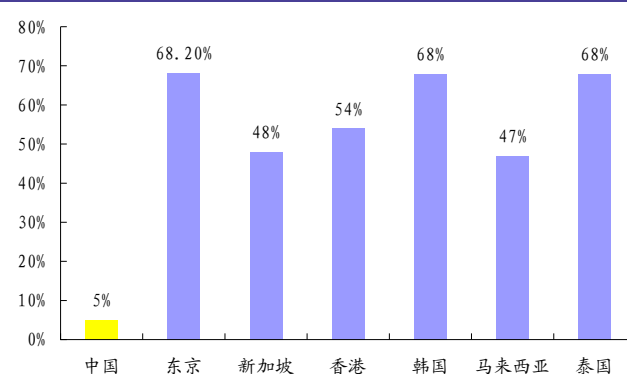
资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

Figure 5 2008 年我国消费升级相关的产品销售增长情况



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 6 我国女性珠宝首饰人均占有率



资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

据我国权威机构对中国女性珠宝首饰市场的调查，女性占据珠宝首饰消费市场的最大份额。世界四大时尚之都以及东京、香港等城市的珠宝首饰年贸易总量近 1,000 亿美元，我国女性珠宝首饰人均占有率尚不足 5%，而东京为 68.2%、新加坡为 48%、中国香港为 54%、韩国为 68%、马来西亚为 47%、泰国为 68%，因此我国女性市场需求的潜力十分巨大。同时，全国每年有近 1,000 万对新人喜结良缘，特别是人口出生率高达

21%的八十年代中后期出生的人群将于 2007 至 2012 年左右进入适婚年龄，因此，仅婚庆珠宝首饰消费市场的前景就非常可观。

随着我国消费结构的变化，消费需求逐渐发生改变，素有“时尚首饰”或“流行首饰”之称的 K 金珠宝首饰越来越受到消费者的喜爱，并因其款式的多样化而具有较强的市场竞争力，近年来需求快速增长，在珠宝首饰消费中的比重不断提升。据中宝协统计，2008 年度我国 K 金珠宝首饰的市场规模大约 120 亿元，近几年年增长速度保持在 20%左右。

我国珠宝首饰行业竞争格局和市场化程度

目前，中国珠宝首饰行业处于高速发展阶段，各竞争品牌之间均未能占有绝对份额，市场集中度较低。竞争的主要格局是卡地亚 (Cartier)、宝格丽 (Bulgari)、蒂梵尼 (Tiffany) 等世界顶级品牌占据了国内最高端的消费市场；香港的周大福、谢瑞麟及国内的老凤祥、潮宏基等品牌在国内珠宝首饰的主流消费市场占有领先地位；此外，北京的戴梦得、沈阳的萃华等区域性品牌在各自的优势区域也具备一定的竞争优势。随着珠宝首饰行业在我国的进一步发展，未来的竞争格局将呈现四种趋势：行业集中度逐步提高，市场向知名品牌聚集；销售网络将成为竞争的核心；百货渠道成产珠宝首饰主要销售渠道；行业市场化程度不断提高。

公司在行业中的竞争地位

公司的主要竞争对手包括香港的周大福、周生生、谢瑞麟、六福集团以及国内的老凤祥等。但上述主要竞争对手的产品结构均与公司以 K 金珠宝首饰为主的产品结构不同，只有周大福和老凤祥在产品结构中 K 金珠宝首饰的比例相对较高。公司的主要竞争对手中大部分都是上市公司或上市公司控股股东，因此与各竞争对手相比，公司的劣势是在销售规模和资本实力上较为逊色，公司最大的特点体现在：

(1) 选择了差异化的产品战略，主营业务非常突出。公司在成立之初就选择了 K 金珠宝首饰作为做强做大的突破口，顺应了行业发展趋势和消费潮流，形成了目前以 K 金珠宝首饰为主的产品结构，在消费者心中建立了有别于其他企业的独特的品牌特色。

(2) 形成了“品牌经营+产品设计+连锁销售”一体化的盈利模式，盈利水平大幅提高。公司在最近几年的经营中成功地转型为三位一体、自有渠道比例不断提高的连锁经营型企业，在以品牌经营为核心，以优质渠道为载体，以 K 金珠宝首饰为主导产品的基础上，不断丰富产品线，实现公司的毛利率水平和盈利能力持续稳步增长。

Figure 7 珠宝首饰行业主要竞争企业

品牌名称	品牌荣誉	网点数量	渠道模式和网络布局特点	主营产品
周大福	中国驰名商标	802 家专营店	零售（自营、联营、代理、合作）	黄金首饰
六福	香港十大名牌珠宝品牌	400 家专营店	零售（自营、联营、代理、合作）	黄金首饰
潮宏基	中国名牌	279 家专营店	零售（自营、联营、代理）、批发	K 金珠宝首饰
老凤祥	中国名牌中国驰名商标	54 家银楼、239 家专营店	零售（自营、联营、代理）、批发	黄金首饰
谢瑞麟	香港十大名牌珠宝品牌	125 家专营店	零售（自营、联营、代理）	铂金珠宝首饰
周生生	香港十大名牌珠宝品牌	120 家专营店	零售（自营、联营、合作）、批发	黄金首饰

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

公司主营业务分析

公司主营产品是 K 金珠宝首饰，产品还有铂金珠宝首饰和其它珠宝首饰，涵盖女戒、男戒、手链、手镯、耳钉、项牌、吊坠、项链、脚链和胸针 10 个系列。

Figure 8 公司三类产品

产品名称	简介
K 金珠宝首饰	用 K 金制成的珠宝首饰，根据是否镶嵌钻石或其他宝石而分为 K 素金珠宝首饰和 K 镶嵌珠宝首饰。K 金不但拥有黄金珍贵的价值，而且因其成分比例完美，具有延展性强、硬度高、色彩多变等优点，运用在珠宝首饰设计上，能较好地表现各种精美而复杂的创意。
铂金珠宝首饰	用纯度极高的铂金（约为 90%）以及高纯度铂族合金合成制成的珠宝首饰，根据是否镶嵌钻石或其他宝石而分为纯铂金珠宝首饰和铂金镶嵌珠宝首饰。铂金具有极强的抗氧化性（远远超过黄金和银），使用铂金制作的珠宝首饰天然光泽不会褪色、永恒如新。
其他珠宝首饰	主要包括足黄金、裸钻等珠宝首饰

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

从产品构成看，2009 年 1~6 月公司 K 金珠宝首饰、铂金珠宝首饰和其他珠宝首饰的分别实现产销率 91.76%、58.48%和 87.66%；分别实现营业收入 18,644.47、4,031.93、5,221.65 万元，占营业总收入比例分别为 66.83%、14.45%和 18.72%；分别实现毛利额 8,746.14、1,427.22、853.03 万元，占总毛利额的 79.32%、12.94%和 7.74%。

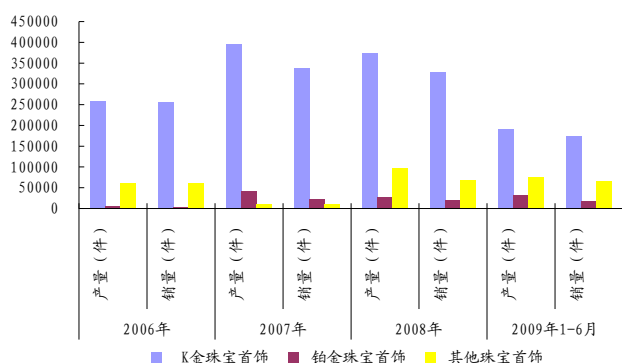
公司主导产品为 K 金珠宝首饰，报告期内其保持了较大的产销规模。虽然产销率有一定幅度的波动，尤其在新增店率较高的 2007 年度产销率较上一年下降了 14.61 个百分点，但主要是因为自营店规模迅速扩张，需要新增大量的产成品用于铺货。不过，随着新增店率相对降低，其产

销率也有所回升，处于合理水平。

铂金珠宝首饰作为公司近几年新推出的产品系列，处于市场培育阶段，需要保持较大的铺货量，逐步打开市场，因此产销率相对较低。

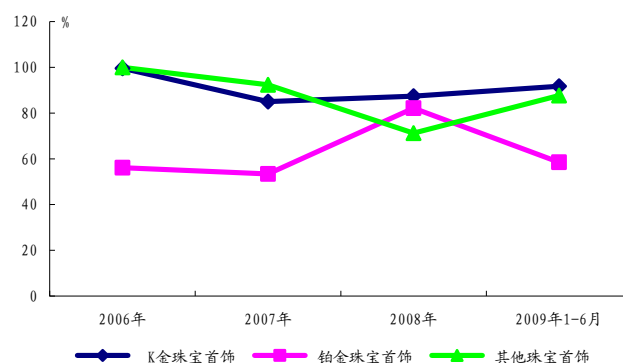
其他珠宝首饰作为公司的辅助产品，公司基本按照市场销售情况组织生产，产销率相对较高。2008 年度产销率大幅下降，主要是公司根据市场需求情况于年内大幅增加了足黄金等新产品线的铺货量所致。

Figure 9 公司主要产品产销情况



资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

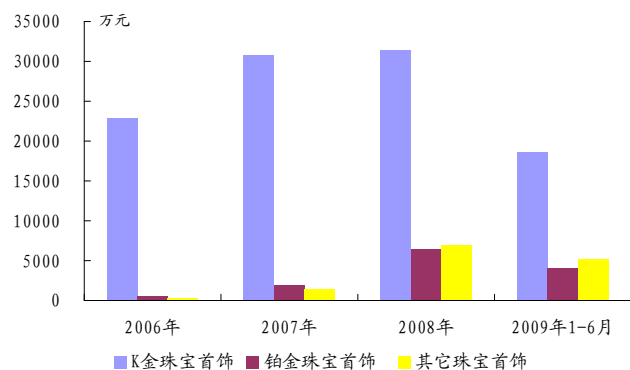
Figure 10 公司主要产品产销率变化



资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

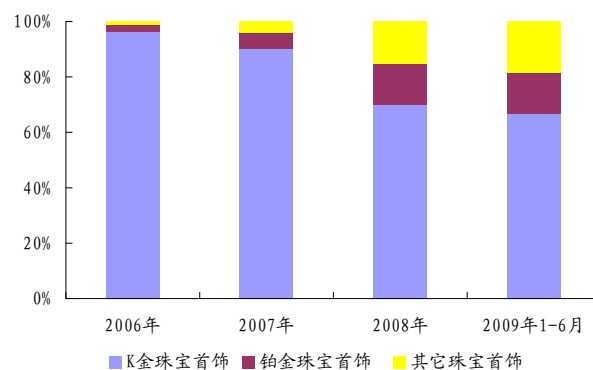
报告期内，K 金珠宝首饰销售收入占比逐年下降，由 2006 年的 96.36% 下降到 2009 年 1~6 月的 66.83%，主要原因是公司为了充分发挥渠道优势，提高单店营运能力，根据市场实际需求从 2007 年底开始逐步扩大了铂金镶嵌、足黄金等产品线的产销规模。其毛利额贡献也呈逐步下降态势，由 2006 年占比 93.8% 下降到 2009 年 1~6 月的 79.82%，近三年一期平均占比为 82.69%。

Figure 11 近三年一期分产品营业收入情况



资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

Figure 12 近三年一期分产品营业收入构成比例变化



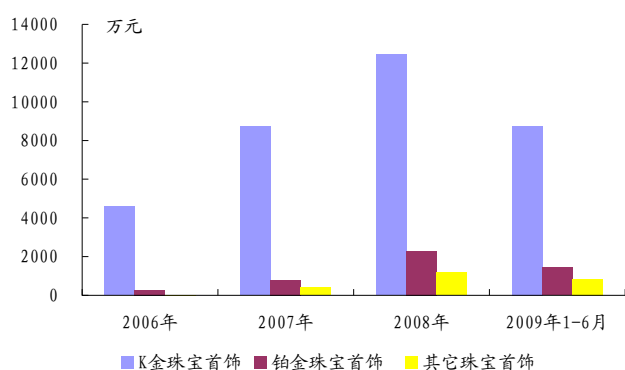
资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

铂金珠宝首饰销售收入和毛利额占比逐步提高，主要是因为公司加

大铂金珠宝首饰的产销, 通过与国际铂金协会组织合作等方式带动了铂金珠宝首饰销售收入的大幅增加, 因而其销售收入占比由 2006 年的 2.54% 提高到 2009 年 1~6 月的 14.45%, 毛利额贡献由 2006 年的 5.74% 提高到 2009 年 1~6 月的 12.94%。

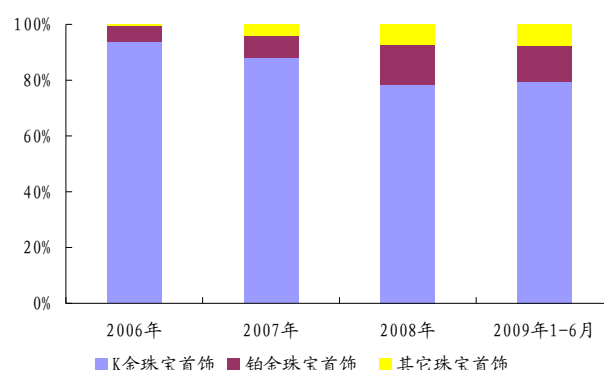
其他珠宝首饰销售收入和毛利额贡献也呈上升趋势, 主要是因为公司为提高单店盈利能力, 根据市场需求增加了足黄金等珠宝首饰的销售, 因此其销售收入占比由 2006 年的 1.1% 提高到 2009 年 1~6 月的 18.72%, 毛利额贡献由 2006 年的 0.46% 提高到 2009 年 1~6 月的 7.74%。

Figure 13 近三年一期分产品毛利额情况



资料来源: 公司招股意向书、世纪证券研究所

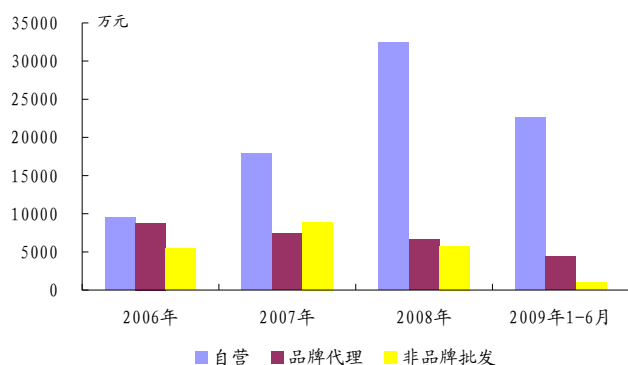
Figure 14 近三年一期分产品毛利额构成比例变化



资料来源: 公司招股意向书、世纪证券研究所

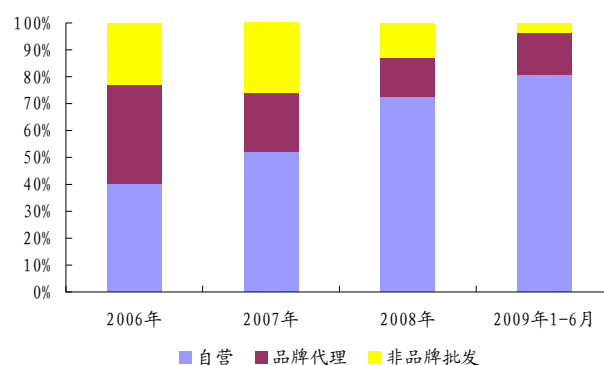
从**销售模式**看, 目前公司采用以自营为主、品牌代理和非品牌批发为辅的复合营销模式。2009 年 1~6 月公司自营、品牌代理和非品牌批发分别实现销售收入 22,574.85、4,352.36、970.84 万元, 占营业总收入比例分别为 80.92%、15.60%和 3.48%; 分别实现毛利额 10,168.47、815.32 和 42.6 万元, 占总毛利额的 92.22%、7.39%和 0.39%。

Figure 15 近三年一期分业务模式营业收入情况



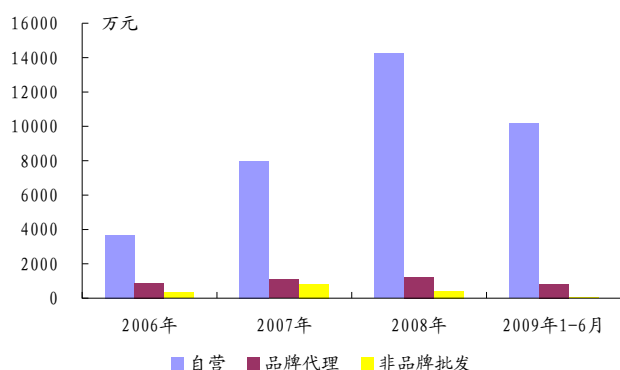
资料来源: 公司招股意向书、世纪证券研究所

Figure 16 近三年一期分销售模式营业收入构成比例变化



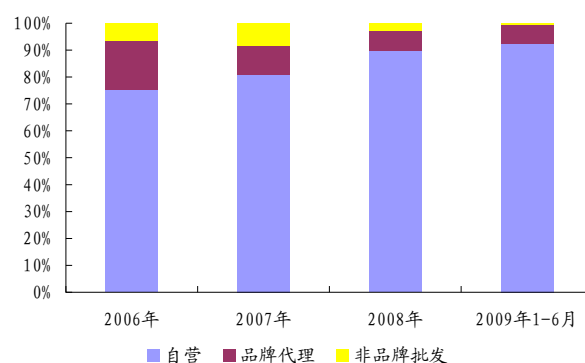
资料来源: 公司招股意向书、世纪证券研究所

Figure 17 近三年一期分业务模式毛利额情况



资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

Figure 18 近三年一期分销售模式毛利额构成比例变化



资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

公司收入和利润主要来源于自营模式。报告期内，公司自营销售收入和毛利额占比均逐年上升，销售收入占比由2006年40.1%提高到2009年1~6月的80.92%，毛利贡献由2006年的75.32%上升到2009年1~6月的92.22%，主要是因为公司不断优化销售渠道，扩大了自营店规模并提高了单店销售能力所致。

而品牌代理和非品牌批发占总销售收入和毛利额的比例整体呈下降趋势，二者销售收入占比分别由2006年的37.03%、22.87%下降到2009年1~6月的15.6%、3.48%，毛利额占比分别由2006年的18%、6.68%下降到2009年1~6月的7.39%、0.39%，主要原因是公司专注于自身品牌珠宝首饰经营，以及为加强对终端的控制，优化销售网络，逐步收缩代理店的规模所致。

公司财务状况良好

盈利能力：逐年增强

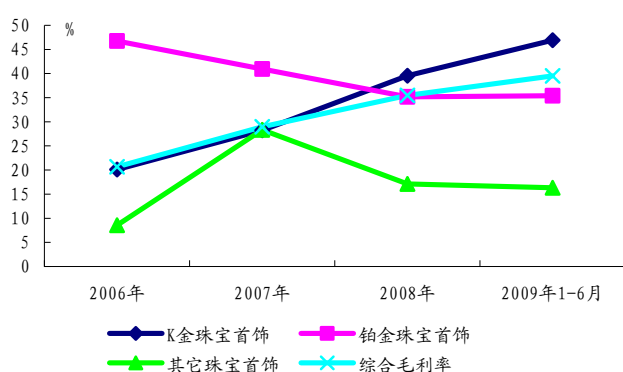
综合毛利率方面，报告期内，公司综合毛利率逐年增长，分别为20.67%、28.096%、35.46%和39.52%，主要原因有：（1）调整优化了销售渠道，扩大了毛利率较高的自营店销售规模。（2）提升了产品价格，终端产品销售折扣从7折提高到8折、8.8折，乃至不提供销售折扣。（3）增加产品线的影响，逐步增加了足黄金等产销规模。（4）黄金价格的影响，报告期内黄金价格累计上涨，因此公司相应地对库存K金珠宝首饰的价格进行上调，从而提升了毛利率，并且公司对库存的足黄金产品进行了套期保值处理，有效避免了黄金价格波动对足黄金产品毛利水平的影响。

从分产品角度看，公司综合毛利率的逐年稳步提高主要得益于公司

主营产品 K 金珠宝首饰毛利率的逐年提高。

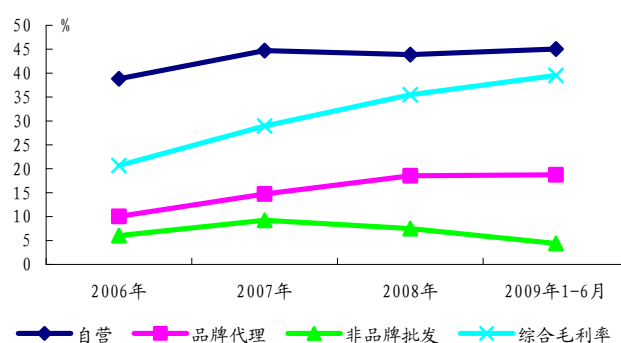
从销售模式角度看,公司综合毛利率的稳步提高主要得益于毛利率较高的自营销售收入占总销售收入比例的逐年提高。品牌代理和非品牌批发的毛利率相对较低,一定程度上拉低了综合毛利率水平,但随着自营销售占比的上升而逐年下降,对毛利率的影响也逐年下降。

Figure 19 近三年一期分产品毛利率变化



资料来源: 公司招股意向书、世纪证券研究所

Figure 20 近三年一期分销售模式毛利率变化



资料来源: 公司招股意向书、世纪证券研究所

与同行业上市公司相比,公司的毛利率上升较快。因为同行业上市公司产品结构和销售模式不同,毛利率有较大差异,无法进行直接比较。但总体来看,周生生和六福集团以销售黄金产品为主,所以其毛利率相对偏低,而谢瑞麟以铂金珠宝首饰为主营产品,毛利率相对较高。公司的毛利水平介于周生生、六福集团与谢瑞麟之间。

Figure 21 公司毛利率与同行业上市公司比较

可比公司	2008 年	2007 年	2006 年
周生生	15.81%	17.79%	13.92%
谢瑞麟	53.14%	53.13%	50.31%
六福集团	21.21%	24.88%	21.77%
潮宏基	35.46%	28.96%	20.67%
潮宏基自营	43.88%	44.70%	38.82%

资料来源: 公司招股意向书、世纪证券研究所

公司主导产品 K 金珠宝首饰的产品特性与谢瑞麟的主要产品铂金珠宝首饰基本相同,而且谢瑞麟的销售基本上都是通过自有门店实现,因此,以公司自营毛利率与谢瑞麟具有可比性。公司 2006~2008 年度自营业务毛利率分别为 38.82%、44.70%和 43.88%,均低于谢瑞麟同期的毛利率,与公司品牌目前实行的价格策略相符。

Figure 22 公司主要竞争对手毛利率的差别分析

可比公司	产品结构	销售模式	毛利率情况
周生生	黄金珠宝首饰为主	珠宝零售和贵金属批发基本各占一半	较低水平
六福集团	黄金珠宝首饰为主	零售为主	中等水平
谢瑞麟	铂金珠宝首饰为主	零售为主	较高水平
潮宏基	K 金珠宝首饰为主	零售与批发并存，零售占比逐年上升	介于周生生、六福集团与谢瑞麟之间

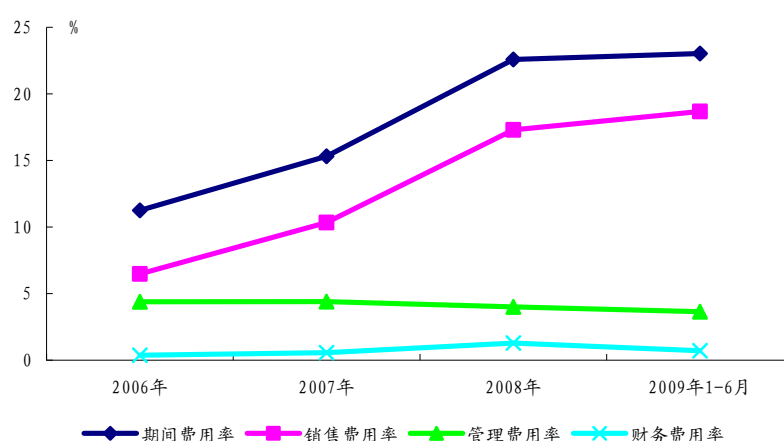
资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

净利率方面，报告期内，公司净利率分别为 9.23%、13.69%、11.62% 和 14.81%，基本呈上升态势。2008 年净利率同比下降 2.07 个百分点，主要原因是 2008 年实际执行税率从 2007 年的免税提高至 9%。与同行业 2008 年净利率相比，公司的净利率要高于六福集团的 7.13% 和谢瑞麟的 6.35%。

净资产收益率方面，报告期内，公司全面摊薄净资产收益率分别为 23.77%、21.77%、19.66% 和 13.68%，呈下降态势，主要是因为公司自营店迅速扩张所致。与同行业 2008 年净资产收益率相比，公司的净资产收益率要低于同行业的六福集团的 21.92% 和谢瑞麟的 24.48%。

期间费用率方面，公司最近三年及一期的期间费用率分别为 11.25%、15.31%、22.58% 和 23.03%，呈上升态势。

Figure 23 公司期间费用率及构成



资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

从其构成看，销售费用率上升较快，主要因为公司自营店数量大幅增加相应增加了店员工资及福利、门店装修费、培训费、专柜费用、场地租赁费、广告宣传费等支出，最近三年一期分别为 6.48%、10.34%、

17.29%和 18.68%。管理费用率控制在合理水平且有下降趋势，主要得益于公司不断加强内部管理、严格控制开支以及运用 SAP-ERP 信息管理系统大大提高了管理效率，最近三年一期分别为 4.39%、4.4%、4%和 3.64%。财务费用率处于较低水平，是由公司的银行借款较少决定的，最近三年一期分别为 0.37%、0.57%、1.29%和 0.71%。

偿债能力：逐年增强，处于行业正常水平

公司整体偿债能力较强，而速动比率绝对值相对较低，主要是由公司所处行业存货余额较大的特点决定的。

Figure 24 公司各项偿债能力指标

项目	2009 年 1-6 月	2008 年	2007 年	2006 年
流动比率（倍）	3.51	2.48	2.97	1.52
速动比率（倍）	0.65	0.47	0.54	0.34
合并资产负债率（%）	32.43	35.04	37.65	55.23
母公司资产负债率（%）	33.01	35.81	37.65	55.23
息税折旧摊销前利润（万元）	5,737.29	7,690.49	5,732.46	2,719.01
利息保障倍数（倍）	24.7	10.81	29.19	30.17

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

与香港上市公司相比，周生生因同时经营证券业务，不具有可比性；与谢瑞麟和六福集团相比，公司速动比率处于合理范围，其中，与主营产品特性和业务模式与公司最相似的谢瑞麟处于同一水平。

Figure 25 同行业上市公司偿债能力指标

主要财务指标	周生生	谢瑞麟	六福集团
流动比率（倍）	2.99	1.8	3.48
速动比率（倍）	0.79	0.5	0.81
资产负债率（%）	27	48.64	27.43

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

资产周转能力：总体处于行业合理水平

报告期内，公司应收账款周转率维持在较高水平且逐年提高，主要是报告期内货款结算期较长的批发业务有所下降，以及公司强化货款管理，加快货款催收取得较好效果。公司存货周转率维持在行业合理水平，主要是周转率相对较高的品牌代理及非品牌批发业务占比逐年下降所致。

Figure 26 公司资产周转能力指标

项目	2009 年 1-6 月	2008 年	2007 年	2006 年
应收账款周转率 (次)	10.45	15.98	13.71	11.23
存货周转率 (次)	0.55	1.08	1.29	1.68

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

与同行业上市公司相比处于合理水平，优于与业务模式和主营产品跟公司最相似的谢瑞麟水平。周生生同时经营珠宝首饰业务和证券业务的特点导致了其应收账款周转率和存货周转率均较高；六福集团因应收账款余额很小，导致其应收账款周转率远高于同行业正常水平，应收账款余额小是由其销售模式决定的：六福集团主要销售收入来自于其香港的直营店销售；通过直营店销售，由于直接面对终端消费者，货银当面结清，不存在应收款。

Figure 27 同行业上市公司资产周转能力比较

项目	周生生	谢瑞麟	六福集团
应收账款周转率 (次/年)	20.7	12.28	109.24
存货周转率 (次/年)	3.6	0.93	2.47

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

经营活动现金流量：低于净利润，快速扩张所致

公司最近三年及一期经营活动产生的现金流量净额累计 3,990.16 万元，低于同期累计净利润，主要是因为报告期内公司不断优化销售渠道，加快自营店建设步伐，相应大幅增加了终端产成品铺货。

Figure 28 公司经营活动产生的现金流量金额及净利润情况

(单位: 万元)	合计	2009 年 1-6 月	2008 年	2007 年	2006 年
经营活动产生的现金流量净额	3,990.16	3,151.67	4,767.82	-5,141.57	1,212.24
其中: 当期新增自营店经营活动产生的现金净额流量	-20,491.92	-287.68	-4,881.92	-12,722.47	-2,599.85
当期新增店率	1.85	-	27.85%	116.44%	40.38%
剔除当期新增自营店投入后的经营活动现金净流量	24,482.08	3,439.35	9,649.74	7,580.90	3,812.09
净利润	16,207.33	4,131.33	5,211.91	4,675.25	2,188.84
剔除当期新增自营店投入后的经营活动现金流金额与净利润的差额	8,274.75	-691.98	4,437.83	2,905.65	1,623.25

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

从同行业上市公司现实情况看，也存在扩张期经营活动净现金流量低于当期净利润或为负的情况，以公司经营活动现金流量为负数的 2007 年度为例，香港上市公司周生生、谢瑞麟、六福集团的经营活动净现金

流量均远低于同期净利润，其中谢瑞麟及六福集团经营活动净现金流量也为负数。

Figure 29 同行业经营活动产生的现金流量金额及净利润情况

项目	合计	周生生	谢瑞麟	六福集团
经营活动净现金流量（万港元）	10,770.90	23,046.00	-1,454.40	-10,820.70
净利润（万港元）	96,389.00	53,458.20	11,135.60	31,795.20

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

公司竞争优势

强大的品牌影响力

公司始终致力于专业化品牌经营，注重良好品牌形象的打造，并将品牌内涵与珠宝首饰产品结合，实现品牌附加值最大化。经过多年的不懈努力，公司品牌经营取得了良好效果，品牌影响力和顾客忠诚度不断提高。公司 2008 年自营店销售收入中 16% 以上来自老顾客的交易。

Figure 30 公司获得的主要品牌荣誉

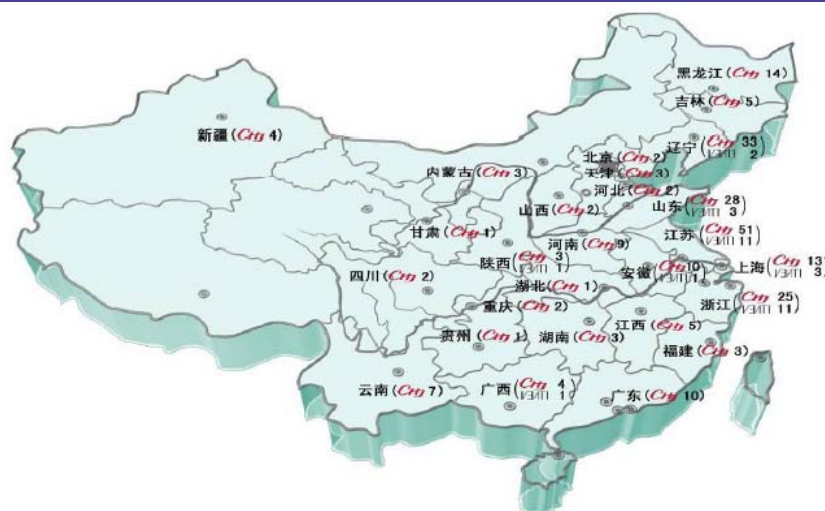
奖项名称	颁发单位
清科-2008 年中国最具投资价值企业 50 强	清科集团
中国名牌产品（贵金属镶嵌首饰）	国家质量监督检验检疫总局
2005-2009 年连续五届中国 500 最具价值品牌 （2009 年品牌价值 44.25 亿元，珠宝首饰行业排名第二）	世界品牌实验室、世界经理人集团
2006 年、2007 年连续两届亚洲品牌 500 强	亚洲品牌盛典组委会
中国珠宝行业十大影响力品牌	中国企业文化促进会
中国珠宝首饰业驰名品牌	中国珠宝玉石首饰行业协会

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

覆盖全国的销售网络

经过多年的精耕细作，公司形成了以华东、华南和东北为核心市场，覆盖全国 27 个省（市、自治区）80 个主要城市，拥有 279 家品牌专营店的销售网络，专营店数量位于同行业前列，其中，自营店规模位于同行业第二位，仅次于香港周大福。而且公司品牌专营店中 95% 以上设立在优质的百货渠道中，在中国连锁经营协会公布的“2008 年中国连锁百强”零售企业中，已与公司建立战略合作关系的百货商场达 52.27%。目前，公司已经与五大全国连锁百货集团的大商、百联、王府井、新世界、百盛，以及各区域性知名百货企业建立了战略合作关系。

Figure 31 截止 2009 年 6 月末公司专营店分布



资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

超凡卓越的原设计能力

公司自 2000 年起就组建了自有的设计团队，至今已拥有 58 位丰富创意、技术精湛的设计师及工艺师。报告期内年均推出自主设计款式超过 5,000 款。凭借原创设计产品独特的东方文化内涵，2006 年 4 月公司作为国内珠宝首饰界唯一代表应邀参加了世界顶级时尚舞台——2006 年瑞士巴塞尔世界钟表珠宝展览会，树立了中国珠宝业的新形象。2007 年，公司被广东省知识产权局评为“广东省知识产权优势企业”。

优良的治理结构和高效的管理水平

公司成功实践了所有权和经营权分离的现代企业制度，形成了较完善的法人治理结构。在内部管理中注重借助现代信息技术，是国内珠宝首饰行业第一家实施 SAP-ERP 信息管理系统的企业。凭借良好的治理结构和高效的管理水平，公司分别被全球四大商学院之一的欧洲工商管理学院（INSEAD）和国内最好的商学院之一的北京大学光华管理学院选入其管理案例。

募集资金项目分析

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 3,000 万股，募集资金总额 99,000 万元，主要投资于销售网络建设和珠宝生产加工（含设计研发）建设两个项目。

Figure 32 IPO 募投项目

项目名称	总投资额 (万元)	预计使用募集资金量 (万元)
销售网络建设项目	27,853.20	25,500.00
珠宝生产加工(含设计研发)建设项目	6,151.60	5,500.00
合计	34,004.80	31,000.00

资料来源: 公司招股意向书、世纪证券研究所

销售网络建设项目

本项目拟建设 100 家自营店, 包括 5 家旗舰店, 店面总面积 1,300 m²; 15 家专卖店, 店面总面积 2,120 m²; 80 家联营店, 店面总面积 4,000 m²; 并建设 1 个终端管理培训中心, 面积为 3,000 m²。

依据公司的开店计划, 计划于资金到位后第一年内完成 4 家旗舰店的开店工作, 第二年内完成 1 家; 计划于资金到位后第一年内完成 10 家专卖店的开店工作, 第二年内完成 5 家; 百货联营店根据实际情况, 计划资金到位后的两年内全部进场经营。

通过建设旗舰店, 充分发挥其示范和品牌幅射作用, 达到“以点带面”的效果; 通过在已有的优势区域开设专卖店, 在直接带动产品销量增加的同时, 提升已有强势区域的品牌知名度和美誉度; 通过新增联营店, 进一步完善原有营销网络, 优化区域分布, 增强销售渠道控制能力, 提升“潮宏基”品牌影响力, 提高产品市场占用率。100 家自营店的建设, 强化了“潮宏基”品牌营销网络体系, 提升了公司在中国珠宝首饰市场的综合竞争力。同时, 为适应公司营销网络扩张带来的人员及管理需求, 通过建设终端管理培训中心, 提升终端营运规范化服务的质量和水平, 保证项目顺利实施。

Figure 33 销售网络具体建设规模

建设内容	数量(家)	总面积(m ²)
直营店 (包括旗舰店 5 家、专卖店 15 家)	20	3,420
联营店	80	4,000
培训中心	1	3,000
专营店合计	100	10,420

资料来源: 公司招股意向书、世纪证券研究所

截至 2009 年 6 月 30 日, 该项目已累计投入 6,842.10 万元, 新开一家直营旗舰店及 36 家联营店。

珠宝生产加工(含设计研发)建设项目

本项目总投资 6,152 万元, 拟新建 15,000 m² 的生产厂房以及 3,000 m² 的品牌设计研发中心, 以提高公司生产能力, 满足快速增长的产能需

求；同时通过新的品牌设计研发中心设计适销对路的款式，以满足消费者消费升级后对品牌产品多样化需求。

本次新项目建设计划继续生产以 K 金珠宝首饰为主的珠宝首饰产品，预计建设期为 1.5 年，经营期为 15 年。项目开始投产后第一年达产率约为 39%，第二年达产率约为 58%，第三年达产率为 100%。预计项目投产后第一年实现营业收入 29,340.00 万元，以后逐年递增，第三年达产后，年销售收入为 75,557.30 万元。

Figure 34 经营期前三年的产品销售收入预测

产品系列	第一年销售额 (万元)	第二年销售额 (万元)	第三年销售额 (万元)
K 金珠宝首	23,472.00	35,245.00	60,445.90
铂金珠宝首	5,868.00	8,811.20	15,111.50
合计	29,340.00	44,056.20	75,557.30

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

截至 2009 年 6 月 30 日，该项目已累计投入 650.89 万元，为项目用地购置费用。

盈利预测

预测假设条件：

- 1、募集资金项目按计划完成；
- 2、2009~2011 年，K 金珠宝首饰保持年均 18% 的增速，铂金珠宝首饰保持年均 35% 的增速，其他珠宝首饰保持年均 30% 的增速；
- 3、2009~2011 年，综合毛利率继续呈稳步上升态势，维持在 29.26%、39.98% 和 40.80% 的水平；
- 4、2009~2011 年，规模效应所致期间费用率逐渐下降，分别为 20.7%、18.4%、17.95%；
- 5、2009~2011 年，所得税率分别为 10%、11% 和 24%。

Figure 35 分品种营业收入预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
K 金珠宝首饰	22,856.52	30,848.44	31,457.02	37,119.28	43,800.75	51,684.89
YOY		34.97%	1.97%	18%	18%	18%
铂金珠宝首饰	601.81	1,897.10	6,474.36	8,740.39	11,799.52	15,929.35
YOY		215.23%	241.28%	35%	35%	35%
其它珠宝首饰	261.31	1,409.85	6,926.10	9,003.93	11,705.11	15,216.64
YOY		439.53%	391.27%	30%	30%	30%

合计	23,719.64	34,155.39	44,857.48	54,863.60	67,305.38	82,830.89
YOY		44.00%	31.33%	22.31%	22.68%	23.07%

资料来源：世纪证券研究所

Figure 36 分品种及综合毛利率预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
K 金珠宝首饰 (%)	20.12%	28.25%	39.56%	45.53%	47.50%	49.85%
铂金珠宝首饰 (%)	46.74%	40.94%	35.17%	35.0%	35.0%	35.0%
其他珠宝首饰 (%)	8.56%	28.34%	17.11%	17%	17%	17%
综合毛利率	20.67%	28.10%	35.46%	39.26%	39.98%	40.80%

资料来源：世纪证券研究所

Figure 37 盈利预测表

(单位: 万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	23,723.10	34,158.85	44,859.21	54,863.60	67,305.38	82,830.89
减: 营业成本	18,817.88	24,264.75	28,952.12	33,325.95	40,397.32	49,032.15
营业税金及附加	13.49	19.21	94.31	164.59	201.92	248.49
销售费用	1,538.17	3,531.11	7,755.47	9,326.81	11,240.00	13,501.43
管理费用	1,042.12	1,504.22	1,792.76	1,700.77	1,884.55	1,987.94
财务费用	88.1	195.95	579.7	329.18	-740.36	-621.23
资产减值损失	28.96	7.58	94.87	0	0	0
加: 投资净收益(万元)	-0.09		65.2	0	0	0
二、营业利润	2,194.28	4,636.03	5,655.18	10,016.30	14,321.96	18,682.10
加: 营业外收入	10	51.32	108.24	0	0	0
减: 营业外支出	11.41	14.92	22.96	0	0	0
三、利润总额	2,192.87	4,672.44	5,740.46	10,016.30	14,321.96	18,682.10
减: 所得税	4.03	-2.81	528.55	1,001.63	1,575.42	4,483.70
减: 少数股东损益			77.85	200.33	286.44	373.64
四、归属于母公司所有者的净利润	2,188.84	4,675.25	5,134.06	8,814.34	12,460.10	13,824.75
摊薄每股收益(元)	0.18	0.39	0.43	0.73	1.04	1.15

资料来源：世纪证券研究所

我们预测 2009~2011 年,公司实现营业收入分别为 5.49 亿元、6.73 亿元、8.28 亿元,同比分别增长 22.31%、22.68%、23.07%; 实现净利润分别为 8,814.34 万元、12,460.1 万元、13,824.75 万元,同比分别增长 71.68%、41.36%、10.95%; 实现每股收益(全面摊薄)分别为 0.73 元、1.04 元、1.15 元。

估值分析

公司主营 K 金珠宝首饰的生产及连锁经营,其商业模式和盈利模式独特,目前国内 A 股最具可比的上市公司为老凤祥,当前股价下的 2010

年 PE 为 31 倍。结合公司更加突出的竞争优势，我们认为给予公司 2010 年 35~45 倍的估值区间较为合理，上市后的合理价格区间为 36.4~46.8 元。

风险因素分析

市场竞争风险

当前国际顶级品牌（如蒂梵尼、卡地亚、宝格丽）和香港著名品牌（如周大福、周生生）等纷纷抢占国内市场，与公司形成了直接或间接的竞争。行业发展趋势必将是逐步向拥有设计优势、品牌优势和渠道优势的企业集中，如果公司不能通过各种方式不断提高竞争力，在短期内做强做大，进一步巩固和扩大竞争优势，有可能在竞争中处于不利地位。

存货余额较大的风险

公司截至 2009 年 6 月 30 日的存货为 32,125.96 万元，其中产成品为 28,690.89 万元，占存货的 89.31%。存货余额较大是由珠宝首饰行业自身特点和公司经营特点所决定的，主要是珠宝首饰行业产品款式众多、且单位价值较高，以及报告期内公司自营店数量大幅增加引起产成品铺货余额大幅增加所致。如果黄金等原材料价格大幅下跌，则存在需计提大额存货跌价准备的风险。

税收负担加重的风险

公司 2006 年度及 2007 年度企业所得税税率为 0%、2008 年度为 9%、2009 年为 10%、2010 年为 11%、2011 年为 24%、2012 年及以后年度为 25%。税收负担的加重将影响公司以后年度的效益。

Figure 38 享受的税收优惠对当期净利润的影响

项目	2009 年 1-6 月	2008 年	2007 年	2006 年	合计
享受税收优惠政策而减免的所得税金额	726.25	968.9	1,588.75	756.9	4,040.80
净利润	4,131.33	5,211.91	4,675.25	2,188.84	16,207.33
减免的所得税金额占当期净利润的比例	17.58%	18.59%	33.98%	34.58%	24.93%

资料来源：公司招股意向书、世纪证券研究所

管理大规模连锁专营店的风险

公司已具有较强的跨区域连锁经营管理能力，预计未来几年内公司

专营店规模仍将继续扩大,如公司不能相应提升管理能力和做好人、财、物各方面的规划,可能存在难以达到预期销售目标的风险。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.